



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

MONOGRAFIA

**Título: Investimento de Impacto Como uma Nova Classe de Ativos com
Propósito Social: Estudo de Caso de um Fundo de Venture Capital
Brasileiro**

Autor: Rafael Vianna Avila

Dezembro / 2012

**Investimento de Impacto Como uma Nova Classe de Ativos com
Propósito Social: Estudo de Caso de um Fundo de Venture Capital
Brasileiro**

Rafael Vianna Avila
Dre: 109009638

MONOGRAFIA SUBMETIDA À COORDENAÇÃO DO CURSO DE ADMINISTRAÇÃO DA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO, COMO PARTE DOS REQUISITOS
NECESSÁRIOS PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE BACHAREL.

Aprovada por:

Professor Orientador: Henrique Westenberger

Professor Leitor: Vitor Iorio

RIO DE JANEIRO
DEZEMBRO DE 2012

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais, irmãos e
namorada pelo apoio incondicional em toda a
minha trajetória acadêmica

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiro e especialmente aos meus pais, Paulo e Regina, fontes eternas de inspiração, carinho e que me proporcionaram a melhor criação do mundo, que me transformou em quem sou hoje;

A minha irmã Juju, que sempre foi um exemplo pela coragem e ousadia e mesmo longe continua com um espaço enorme no meu coração e ao Guga, irmão mais velho, parceiro de peladas e que vai me proporcionar uma das grandes felicidade da vida (vou ser titio) =];

A minha namorada Paula, amor da minha vida, responsável por me fazer ver o lado bom de muitas coisas, por conversas maravilhosas sobre tudo, dona do melhor cafuné e de uma paciência incrível quando o assunto sou eu;

Aos meus familiares, em especial Vó Elza, Dinda, Tia Mara, Tio Mário, Tio Ciro, Raquel, Xandinho, Nic, Tia Edna, Pedro, Thiago e todos os outros que fizeram e fazem parte da minha vida;

Aos amigos que a vida me trouxe, em especial Capuco, Camillinha, Dani, Dori, Fabinho, Fininho, Gabizuda, Gerson, Joãozinho, Lito, Lê, Lelê, Leanderson, Lú, Marllon, Thay, Vicente, MEJianos, CHOICEanos e todos que por falta de espaço acabaram não aparecendo aqui,

Aos meus grandes amigos de primeira faculdade (UNIRIO), em especial, Aninha, Baiano, Boladinha, Doca, Fotolog, Filipe, Gui Timberlake, Lisão, Lobão, Lu, Manu, Mari, Maza, Nobru, Paty, Peitux, Quel, Raposinha. Esses, com certeza, são para sempre!

A Vózinha, Vô Sebá e Tio Cláudio, pessoas incríveis que deixam saudades profundas...

RESUMO

Existe um número crescente de investidores rejeitando a noção de que eles enfrentam uma escolha binária entre o investimento para o máximo de retornos ajustados ao risco ou doando para fins sociais. O presente trabalho, desenvolvido sobre a forma de monografia, analisa surgimento do setor de investimento de impacto, explorando sua abordagem como uma nova possibilidade para fundos de investimento. Primeiramente, se faz uma conceituação do campo dos negócios sociais. Logo depois é apresentado o cenário atual de investimento de impacto no mundo e, por fim, com base no estudo de caso da Vox Capital são ressaltados as principais características e resultados desses tipos de investimento. As conclusões indicam que o investimento de impacto se coloca como uma excelente opção para todos os envolvidos com o campo de investimentos, desde os fundos de venture capital até investidores anjo.

Palavras-Chave: Negócios Sociais, Investimento de Impacto, Vox Capital

ABSTRACT

There is an increasing number of investors rejecting the notion that they face a binary choice between investing for maximum risk-adjusted returns or donating for social purposes. This work, developed as a monograph, examines the emergence of impact investing industry, exploring its approach as a new possibility for investment funds. First up, is made a conceptualization of the field of social business. Soon after, it is presented the current scenario of impact investing in the world, and finally, based on the case study of Vox Capital, are highlighted the main features and results of these types of investments. The findings indicate that impact investing stands as an excellent option for all involved with the field of investments, from venture capital funds to angel investors.

Keywords: Social Business, Impact Investing, Vox Capital

Lista de Figuras e Tabelas

Tabela 1 – Valor de Varejo Estimado para o Comércio Justo (em Euros) ...	23
Tabela 2 – Definições de NS pelas Principais Organizações do setor.....	26
Tabela 3 – Setores e Oportunidades para Negócios Sociais	30
Figura 1 – Público Alvo da VOX Capital	37
Tabela 4 – Avaliação dos Modelos de Negócios	46

Lista de Abreviaturas e Siglas

BP	Base da Pirâmide
CDI	Comitê para a Democratização da Informática
CJ	Comércio Justo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ES	Empreendedor Social
FIP	Fundo de Investimento de Participações
GB	Grameen Bank
GIIN	Rede Global de Investimento de Impacto
GIIRS	Avaliação Global de Investimento de Impacto
II	Investimento de Impacto
IRIS	Relatórios de Impacto e Padrões de Investimento
MI	Monitor Institute
MTE	Ministério do Trabalho Brasileiro
NS	Negócios Sociais
OMS	Organização Mundial de Saúde
ONGs	Organizações Não Governamentais
OSCIPs	Organizações da Sociedade Civil de Interesse Particular
PE	Private Equity
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
SEBRAE	Serviço Bras. de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
UNDP	United Nations Development Program
UNICEF	United Nations International Children's Emergency Fund
VC	Venture Capital

SUMÁRIO

1. Introdução	10
2. Origens dos Negócios Sociais	13
2.1. Base da Pirâmide	13
2.2. O Início	18
2.3. Empreendedorismo Social	20
2.4. Outras Abordagens Sociais	22
2.5. Definindo Negócios Sociais	25
2.6. Investimento de Impacto	27
3. Investimento de Impacto	29
3.1. Identificando Investimento de Impacto	29
3.2. Participantes do Mercado	31
3.3. Infra Estrutura	32
3.4. Alcance	34
3.5. Retorno Esperado	35
4. Estudo de Caso: VOX Capital	37
4.1. Perfil da Vox Capital	37
4.2. Estrutura Legal e Modelos de Financiamento	38
4.3. Perfil das Empresas Alvo e Portfólio	41
4.4. Prospecção, Critérios de Escolha e Acompanhamento	43
5. Conclusão	46
6. Referências	49

1. INTRODUÇÃO

Segundo a J.P. Morgan, Em um mundo onde os recursos do governo e doações de caridade são insuficientes para resolver os problemas sociais do mundo, o investimento de impacto (II) oferece uma nova alternativa para a canalização de capital privado em larga escala para o benefício social. (J.P. Morgan, 2010)

Investimentos de impacto são os investimentos destinados a criar impacto positivo além do retorno financeiro. Como tal, eles exigem a gestão de desempenho social e ambiental, além de risco financeiro e retorno.

Embora não existam definições exatas do que é investimento de impacto, uma abordagem cada vez mais aceita entre os especialistas do setor é o conceito de que esses investimentos podem enfrentar riscos de desvantagem financeira, mas em nenhum momento eles tem o objetivo deliberado de consumir capital como com uma caridade, se diferenciando assim da filantropia propriamente dita. (Credit Suisse, 2012)

Com um número crescente de investidores rejeitando a noção de que eles enfrentam uma escolha binária entre o investimento para o máximo de retornos ajustados ao risco ou doando para fins sociais, o mercado de investimento de impacto está agora em um ponto de mudança significativa que entra em pauta nas principais organizações envolvidas com o setor.

De acordo com o Monitor Institute já existem evidências sugerindo que milhares de pessoas e instituições ao redor do mundo acreditam que necessitamos de um novo tipo de investimentos. Já existem experiências acontecendo e, é por isso, que a ideia de usar investimentos que buscam receitas para gerar impacto social e ambiental estão cada vez mais próximas de ser a estrutura principal de instituições financeiras. (Monitor Institute, 2009)

Dentro desse novo panorama os negócios sociais tem ganho cada vez mais força, tendo em vista que são empreendimentos que tem como objetivo resolver problemas sociais utilizando métodos de negócios, inclusive criação e venda de produtos ou serviços. (Yunus, 2010)

No mercado de investimentos de impacto, os investidores vão de fundações filantrópicas e instituições financeiras comerciais para indivíduos

de alta renda, que investem em toda a estrutura de capital desses novos negócios.

Neste trabalho, defendo que os investimentos de impacto estão emergindo como uma nova classe de ativos alternativos que devem ser cada vez mais aproveitados com uma ferramenta para a solução de problemas sociais. Enquanto certos tipos de investimentos são classificados como tradicionais, como a dívida, o patrimônio e o capital de risco, algumas características dramaticamente os diferenciam dos investimentos de impacto, como por exemplo, o objetivo único em retornos financeiros ao invés do foco principal no retorno social ou ambiental que caracteriza os investimentos de impacto.

Comparado com investimentos mais tradicionais em classes de ativos estabelecidos, o investimento de impacto só tem emergido recentemente. Algumas iniciativas têm alcançado escala substancial, mas muitas outras continuam pequenas e irrelevantes. (Bridges Ventures, 2010)

Os principais desafios incluem o quanto o setor pode alcançar uma maior escala sem reduzir o impacto social e ambiental, bem como os retornos financeiros. No entanto, além de crescer em seu próprio direito, o setor tem promovido um alto nível de inovação que podem potencialmente servir como um catalisador para influenciar a forma como são feitos os investimentos tradicionais. (Bridges Ventures, 2010)

Todos esses fatores tem culminado em um momento positivo do investimento de impacto. Com isso, este setor está se tornando uma alternativa estável e sustentável para investidores institucionais e indivíduos de alta renda que tem o objetivo de desenvolver um veículo poderoso, tanto para abordar importantes questões sociais e ambientais, como também para traçar um novo rumo para a indústria de serviços financeiros e recuperar sua posição como um motor de elevação social e econômico no mundo.

Assim, a intenção desse trabalho não é disponibilizar um manual de como o investimento de impacto deve ser realizado ou, então, produzir materiais didáticos que possam atender aos profissionais do setor. Trata-se da construção de referenciais, através de dados objetivos, que resultem em incentivo para que os investidores percebam como vem ocorrendo o desenvolvimento do setor de investimento de impacto, para analisar as

principais publicações do setor e, por fim, um detalhamento de como está ocorrendo a inserção e novos investimentos no mundo e no Brasil, por meio de um estudo de caso de um fundo de capital empreendedor brasileiro.

Para tanto, o presente trabalho tem como objetivo geral analisar o surgimento do setor de investimento de impacto, explorando sua abordagem em um estudo de caso, colaborando para o entendimento dessas iniciativas como tendência para o desenvolvimento social e econômico de populações de baixa renda. Para tanto, foram selecionados os seguintes objetivos específicos:

- Identificar a origem do setor de negócios sociais e caracterizar seus principais conceitos;
- Obter um panorama geral do setor de investimento de impacto, identificando os participantes do mercado de investimento de impacto;
- Investigar as motivações que levam organizações a investir com propósito social ou ambiental;
- Analisar as características e atuação de um caso específico de fundo de *venture capital* brasileiro;

A metodologia do trabalho foi estruturada através de levantamento bibliográfico com consulta a livros, sites, periódicos sobre investimento de impacto, revisão de pesquisas sobre o tema com o uso de trabalhos de conclusão de cursos de graduação e dissertações de mestrado.

Assim, a monografia está estruturada em três partes além da introdução e da conclusão. Na primeira parte, se analisa e caracteriza o conceito de negócios sociais, desde seu surgimento até a sua consolidação.

Na segunda parte, se discute o panorama de mercado de *impact investing* atual, identificando quais são os principais participantes e como funciona a infra estrutura do setor, além de uma análise sobre as diferenças entre investir com objetivo de lucros e investir com objetivo de impacto positivo na sociedade. Além disso, abordam-se aspectos do retorno do mercado de investimentos de impacto.

Por fim, na terceira parte, se faz uma análise específica do perfil, estrutura legal, critério de escolhas de empresas e portfólio da Vox Capital,

primeiro fundo de *venture capital* (VC) brasileiro a trabalhar exclusivamente com o conceito de investimento de impacto.

2. ORIGENS DOS NEGÓCIOS SOCIAIS

Para falar de investimento de impacto é necessário falar antes sobre a realidade das populações mais pobres do mundo, de novas óticas para a lógica capitalista e de negócios sociais. Nunca foi um momento mais apropriado para considerar o papel dos mercados de capitais na criação de valor para a sociedade. (Bridges Ventures, 2010)

Apesar de vivermos em um momento de grandes avanços tecnológicos, mudanças macroeconômicas, políticas e sociais, ainda convivemos com a realidade mundial de mais de 900 milhões de pessoas sem acesso a água potável (OMS e UNICEF, 2010) e cerca de 2,6 bilhões de indivíduos que não dispõem de saneamento básico em seus domicílios, ou seja, aproximadamente 39% da população mundial vivendo em condições inapropriadas.

Além disso, mais de 1,8 milhão de jovens entre 15 e 24 anos morrem a cada ano por enfermidades que poderiam ser prevenidas (OMS, 2011), 1,6 bilhão de pessoas não possuem eletricidade em seus domicílios e 5,4 bilhões não têm acesso à internet (UNDP, 2008).

Nesse sentido, tem se percebido um número cada vez maior de modificações e inovações dos setores social e corporativo em busca de modelos que desafiem os conceitos de negócios pré estabelecidos. A denominação dos negócios sociais ainda não está totalmente consolidada e passa por um processo de construção, mas já é possível identificar como ela surgiu e o futuro que se organiza em algumas iniciativas que analisaremos a seguir.

2.1. A Base da Pirâmide

O economista indiano C.K. Prahalad foi um dos primeiros a analisar e fazer com que um fato que antes não recebia muita atenção fosse notado: existem aproximadamente 4 bilhões de pessoas no mundo que ganham menos de 2 dólares por dia. Normalmente, são indivíduos sem acesso a produtos e serviços de uso cotidiano por parte da população de maneira geral. Isso ocorre pois a grande maioria das empresas tradicionais não as

vêm como um público alvo estratégico e relevante para o seu negócio. (Prahalad, 2010)

Para chamar a atenção ao assunto da pobreza mundial, Prahalad e Hart (2002) criaram o termo Base da Pirâmide. Na época, a ideia de que o setor privado deveria exercer um papel importante na redução da pobreza e desigualdades sociais era vista com ceticismo.

A ideia é entender a distribuição da riqueza e a capacidade de geração de renda sob a forma de uma pirâmide econômica. No topo da pirâmide estão os ricos, com altos níveis de renda, já na base Base da Pirâmide se encontram os cerca de 4 bilhões de pessoas com rendimentos mensais inferiores a 60 dólares. (Campanholo, Fontes e Silva, 2010)

A pirâmide é uma das formas de se representar uma sociedade dividida por classes sociais. Nessa representação, a parcela superior da pirâmide representa uma parcela pequena da população, que concentra boa parte do capital e renda, enquanto a sua base apresenta a maior parte da população que, de maneira geral, é desfavorecida. Assim, o termo base da pirâmide se refere aos bilhões de pessoas que vivem de forma precária e fora do eixo principal de países chamados de desenvolvidos.

Existe uma corrente liderada por Prahalad e Hart (2002), que defende a tese de que a promessa de desenvolvimento mercadológico futuro se encontra na relação entre as empresas e a parcela da população mundial mais desfavorecida.

Prahalad (2010) afirma que “é desnecessário dizer que o setor privado não pode dar conta de todos os problemas sociais, mas pode trazer recursos técnicos e financeiros, organização, responsabilidade financeira e espírito empreendedor para encará-los”. A sua contribuição para o pensamento relacionado aos negócios sociais foi a ideia de que desenvolver negócios voltados para a base da pirâmide poderia ser uma estratégia rentável para organizações, já que mesmo tendo baixo poder aquisitivo, quando analisadas em conjunto, essas pessoas representam bilhões de dólares disponíveis para consumo, desde que os preços e especificações dos produtos e serviços sejam pensados para eles.

O foco de Prahalad foi o valor estratégico da Base da Pirâmide para as empresas multinacionais “a fim de justificar energia, recursos e inovação a

ela dedicados“. Inclusive, nessas regiões, há milhares de pessoas que acabam pagando mais caro por produtos básicos, devido às dificuldades de infra-estrutura, falta de acesso e presença de intermediários que tiram margens de lucro maiores que as de um mercado com competição livre. Para uma grande empresa, fazer negócio com a Base da Pirâmide significa um aumento da receita, diminuição de custos e acesso à novas possibilidades.

O aumento de receita vem do aumento de clientes que se gera ao atender uma demanda reprimida em um número tão grande de pessoas, ainda que a margem de lucro por produto seja menor. Além disso, entrar nesse mercado também estimula a inovação nessas empresas, a criação de novos produtos e processos, que podem ser comercializados para qualquer faixa de renda, ampliando ainda mais o lucro da empresa. (Prahalad, 2010)

Segundo Prahalad (2010), essas empresas multinacionais são as únicas capazes de aproveitar esse potencial da Base da Pirâmide, em boa parte pela infra-estrutura, redes estabelecidas e capital intelectual e humano para enfrentar os desafios desse mercado. Além das multinacionais, já se tem vislumbrado uma série de oportunidades de alavancagem de negócios por meio do investimento de impacto, categoria de aporte financeiro para negócios sociais.

Ainda assim, tanto para as multinacionais quanto para pequenas organizações com propósito a tarefa tem sido difícil. Os principais desafios consistem na educação desses consumidores, já que essas empresas se propõem a trazer produtos que são novos e a população de baixa renda tende a confiar mais no conselho de pessoas e organizações conhecidas do que em propagandas. Além disso, também é necessário entender as necessidades e condições em que vive essa população, já que a geração de valor está intrinsecamente ligada ao conhecimento das dores e vontades dessas pessoas.

Segundo o economista indiano (2002), para propiciar um ciclo virtuoso de crescimento na base da pirâmide é necessário um conjunto de estratégias. Acesso a crédito e a emprego são extremamente importantes para elevar o poder aquisitivo desses indivíduos. Outra estratégia importante é a ampliação da gama de produtos para além dos que resolvem problemas

primários. Cada vez mais as classes C, D e E estão dispostos a adquirir produtos e serviços ligados ao bem estar.

Por exemplo, trazer refrigeradores a zonas onde não há eletricidade pode ser inútil, já que sem a energia necessária os aparelhos perdem a sua função. Contudo, esse problema cria o desafio de usar métodos alternativos de uso da energia, que podem resultar em um produto mais eficiente e com menos danos ao ambiente que os refrigeradores atualmente comercializados para as classes mais altas. (Basso, 2010)

Assim, a implementação de novos produtos e serviços nessas economias locais depende do sucesso em entender e se relacionar com a base da pirâmide. É essencial saber quais iniciativas já existem e podem ser capitalizadas e como garantir a acessibilidade, já que em muitas vezes essas comunidades pobres estão situadas nas periferias, desconectadas do mercado por falta de estradas, linhas telefônicas, computadores e outras facilidades.

Stuart Hart, parceiro de Prahalad nos estudos sobre o conceito da Base da Pirâmide, observa que as oportunidades de fazer negócio com a população de baixa renda também representa uma mudança de entendimento no investimento externo.

Apesar de já ser uma prática relativamente comum, os investimentos realizados em países em desenvolvimento tem sido quase que totalmente voltados para uma pequena porcentagem da população que tem renda mais elevada e poder aquisitivo maior para o consumo desses produtos e serviços. (Hart, 2008)

A mudança de pensamento pressupõe novos caminhos para a oferta desses mesmos produtos e serviços para as classes mais baixas.

Um exemplo bem sucedido de negócio utilizando as capacidades da base da pirâmide é a Colceramica, empresa colombiana que, como descreve Gutierrez (2008), utilizou mulheres de uma comunidade para adaptar seu produto e distribuí-lo na comunidade, gerando um aumento significativo das vendas de azulejo da Colceramica, e também a qualidade das casas das pessoas da comunidade.” Essa estratégia é semelhante à da Natura, que, além do apelo ambiental dos seus produtos, utiliza uma rede de vendedoras porta a porta que aumenta a renda das mesmas, e a penetração dos

produtos a baixo custo para a empresa. Nesse caso, o cliente final não é de baixa renda, mas a empresa alavanca em uma rede de distribuição já articulada. (Basso, 2010)

Apesar de ser um conceito inovador e que busca um olhar mais humano para a parcela mais pobre da população mundial, as estratégias de oferta de produtos e serviços para a BP tem sofrido algumas críticas nos últimos anos.

A principal preocupação ambiental surgiu com a possibilidade de uma quantidade muito grande de resíduos serem gerados com o aumento do consumo. Outra crítica é em relação às empresas que se aproveitam do movimento para aumentar ainda mais seus lucros, sem se preocupar genuinamente com o bem estar e desenvolvimento das comunidades locais.

O conceito de negócios sociais ligados a base da pirâmide vem evoluindo e pode ser observado no *Base of Pyramid Protocol 2.0* (Sismanis e Hart, 2008), onde Hart propõe um método para a co-criação de empreendimentos com a base da pirâmide, onde os pobres não são mais vistos apenas como consumidores, mas parte orgânica do ecossistema de negócios nessas localidades.

2.2. O Início

O termo negócio social surgiu com Muhamad Yunus, Prêmio Nobel da Paz (2006) e fundador do Grameen Bank, primeiro banco de microcrédito do mundo.

Em seu discurso ao receber o Prêmio Nobel, Yunus mencionou que “Ao definir “empreendedor” de uma maneira mais ampla podemos mudar radicalmente a característica do capitalismo e solucionar muitos dos problemas sociais e econômicos não resolvidos, dentro do escopo de livre mercado. Suponhamos que um empreendedor, ao invés de ter apenas uma fonte de motivação (como maximizar lucro), agora tem duas fontes de motivação, que são mutuamente excludentes, mas igualmente persuasivas – a) maximizar lucro e b) fazer bem para as pessoas e o mundo. Cada tipo de motivação levará a um tipo diferente de negócio. Definamos o primeiro tipo

de negócio como negócio para maximizar lucro, e o segundo tipo de negócio como negócio social.” (Yunus, 2006)

Toda a história do Grameen Bank e dos negócios sociais surgiu na década de 70. Como professor de economia em Bangladesh, Yunus queria ajudar as pessoas da sua comunidade e vilarejos próximos. Observando diversas famílias endividadas, o *banqueiro dos pobres* percebeu que muitas delas não conseguiam acumular capital além do necessário para sobreviver. Isso ocorria pois elas eram obrigadas a pagar altas taxas de aluguel e de juros pelo dinheiro que haviam pego emprestado de um agiota local.

Yunus percebeu que essas pessoas estavam presas a um ciclo vicioso sem autonomia para sair. Assim, se elas tivessem dinheiro suficiente para um investimento inicial ou para quitar suas dívidas, elas poderiam acumular alguns dólares extra por dia, melhorando suas condições de vida e possibilitando investimentos adicionais no mesmo negócio. (Yunus, 2010)

Primeiramente, ele tentou aproveitar a estrutura dos bancos privados para realizar pequenos empréstimos para esses micro produtores. Como a resposta foi negativa em todos os casos, já que se acreditava na existência de um risco financeiro muito alto e uma crença na incapacidade de pagamento dos pobres, o foco de Yunus passou a ser o desenvolvimento de um negócio com características diferentes dos bancos tradicionais. (Yunus, 1999)

Com essa nova estratégia empreendedora, Yunus fundou um novo empreendimento bancário, com objetivo de atender somente a população da base da pirâmide, que anteriormente não encontrava nenhuma função bancária ou de crédito formal disponível.

Dessa maneira nasceu o Grameen Bank, primeiro banco de microcrédito mundial e que hoje conta com empreendimentos similares em quase todos os países do mundo. No Brasil podemos ver diversos casos como o do Banco Pérola, que trabalha com microfinanças para a população menos abastada de Sorocaba, em São Paulo.

Apesar do risco financeiro, desde o seu início, o Grameen Bank sempre teve taxas de pagamento bastante elevadas, com menos de 5% de taxa de inadimplência. Esse resultado é uma combinação de vários fatores

correlacionados ao conhecimento de Yunus sobre a realidade dessas famílias.

O "banco do povo" organiza seus clientes em grupos, para aumentar o sentimento de pertencer ao grupo e prestação de contas entre eles e com o banco; as taxas de juros são reduzidas, permitindo que seus beneficiados tenham meios de pagar os valores semanais. Além disso, o banco facilita o pagamento com correspondentes em todas os vilarejos. Esse sistema funciona, pois foi desenvolvido pensando nos pobres, em suas necessidades e aproveitando suas forças. (Yunus, 1999)

O Grameen Bank quebrou com o paradigma vigente e deixou bem claro que o sistema tradicional de crédito poderia e deveria ser adaptado para atender outras classes sociais de maneira justa e igualitária. Assim como o setor financeiro, Yunus acredita que diversos outros setores e empresas podem ser desenvolvidos só pela ótica da base da pirâmide.

Esse é o princípio conceitual e teórico dos negócios sociais, onde o consumidores, investidores e funcionários podem escolher qual o tipo de empresa é mais adequada em cada caso: se prefere uma maximizadora de lucro ou uma empresa social, maximizadora de impacto social positivo. (Yunus, 1999)

Assim, é importante estabelecer que essa não é uma luta contra o capitalismo, e sim uma interpretação diferente, onde o capitalismo pode servir para erradicar a pobreza no mundo. Yunus (2010) acredita que a principal falha da teoria econômica é assumir que todas as pessoas são iguais, e que sua única motivação na vida é maximizar lucro. Existem pessoas que estão genuinamente interessadas em fazer o bem, comumente conhecidas como empreendedores sociais."

2.3. Empreendedorismo Social

Para entender o que é um empreendedor social, vale recorrer ao livro da Ashoka, uma das principais organizações mundias pioneira no campo da inovação social e apoio ao empreendedorismo social, em parceria com a Mckinsey & Company (2001), que define o empreendedor como "o indivíduo com visão, criatividade e talento extraordinário para criar processos

inovadores e lançar novos produtos ou serviços. O empreendedor social tem as mesmas qualidades, mas as emprega na criação de novas soluções para problemas sociais”.

Criada em 1980 pelo norte americano Bill Drayton, a Ashoka foi a primeira organização na criação do conceito e na caracterização do empreendedorismo social como campo de trabalho.

Ainda segundo a Ashoka, o Empreendedor Social aponta tendências e traz soluções inovadoras para problemas sociais e ambientais, seja por enxergar um problema que ainda não é reconhecido pela sociedade ou por vê-lo por meio de uma perspectiva diferenciada. De maneira geral, por não se enquadrar no perfil das grandes organizações, muitos desses empreendedores se envolveram com ONGs ligadas a causas ambientais e sociais.

No entanto, como as ONGs não têm fins lucrativos, acabam dependendo de doações, obrigando seus gestores a gastarem em torno de metade do seu tempo e energia buscando dinheiro, e somente o restante do tempo dedicados às atividades sociais ou ambientais.

Dada essa realidade, uma das soluções buscadas foi a criação de ações que propiciem receitas próprias. Além de criar novas maneiras de gerar ingressos, as ONGs também começaram a se profissionalizar. Essa aproximação do terceiro setor com o mundo dos negócios, também conhecido como Segundo setor, tem gerado o movimento dos negócios sociais.

Yunus (1999) reconhece que empreendedores sociais nem sempre buscam um retorno financeiro por suas atividades, e os classifica em quatro categorias: sem retorno de custos; algum retorno de custos; retorno total de custos; retorno além dos custos.

Quando um empreendedor social consegue criar um modelo que gera mais receitas do que despesas e atua combatendo alguma mazela social ele pode começar a ser reconhecido como um negócio social, desde que esse seja um meio para maximizar o impacto social e não um fim em si.

Uma classificação similar é utilizada pela Fundação Schwab de Empreendedorismo Social. São três categorias de classificação dos empreendedores sociais (Elkington e Hartigan, 2008):

a) Empresas sem fins de lucro alavancada: Organizações ou movimentos que não utilizam um modelo de negócio, mas funcionam porque estão alavancadas por diferentes atores de distintos setores, que garantem sua relevância e sobrevivência;

b) Empresas com modelo híbrido sem fins de lucro: Esse segundo modelo abrange as organizações que geram algum ingresso através da venda de produtos ou serviços, mas que para manter-se, precisam arrecadar fundos de doações, empréstimos ou até mesmo participação acionária;

c) Negócios sociais: Nesse caso, o único capital externo necessário é o investimento inicial, que em vários casos é devolvido como retorno financeiro ao investidor. Para cobrir suas operações e expansão, a organização gera suas próprias receitas, através do modelo de negócio estabelecido.

Independentemente, sempre que empreendedores sociais estiverem envolvidos com organizações que tenham receitas, um risco vai ser a organização agir mais como negócio focada no lucro do que no impacto social. Por isso, quando o assunto é negócio social, segundo Yunus, todas as decisões devem ser pautadas pelas atitudes que geram um maior impacto positivo. (Yunus, 2010)

2.4. Outras Abordagens Sociais

Além do empreendedorismo social, existem algumas outras abordagens ligadas à formação do conceito de negócios sociais como o comércio justo, a economia solidária e a responsabilidade social corporativa.

O Comércio Justo pode ser entendido como uma abordagem diferenciadas das relações comerciais, que busca o estabelecimento de preços justos, bem como padrões sociais e ambientais equilibrados nas cadeias produtivas promovendo o encontro de produtores responsáveis com consumidores éticos. (Cotera e Ortiz, 2009)

Esse movimento surgiu na década de 60 e preconizou, desde o seu início uma abordagem em prol do desenvolvimento por meio de relações comerciais justas. Ao invés de ajuda humanitária como ferramenta de desenvolvimento, a ideia era a atividade comercial.

Esse movimento tem crescido tanto desde o seu início, que as vendas de produtos de comércio justo em 2009 alcançaram os 3,4 bilhões de euros como se pode ver na tabela 1.

Tabela 1: Valor de Varejo Estimado para o Comércio Justo (em Euros)

Países	2009 (em euros)	Crescimento 2008 – 2009 (em %)
Austrália + Nova Zelândia	28.733.986	58
Áustria	72.000.000	10
Bélgica	56.431.496	23
Canadá	201.978.074	66
República Tcheca	556.540	-
Dinamarca	54.436.609	6
Finlândia	86.865.284	60
Resto do Mundo	18.099.255	-
França	287.742.792	13
Alemanha	267.473.584	26
Irlanda	118.574.416	26
Itália	43.382.860	5
Japão	11.283.451	2
Estados Unidos	851.403.590	5
Lituânia	315.380	-
Luxemburgo	5.327.122	25
Noruega	34.689.522	41
Holanda	85.818.400	19
Suécia	82.662.331	-
Suiça	180.160.263	25
Reino Unido	897.315.061	
Total	3.394.187.360	15

Fonte: SEBRAE, 2010

O principal desafio para esse bom resultado é o livre comércio, que beneficia quem pode oferecer o menor preço pela maior qualidade, o que é difícil para fornecedores com escala reduzida de produção e custos logísticos relativamente mais elevados que o de grande empresas. (Sebrae, 2010)

Há ainda um outro movimento proveniente de cunho social, que se conhece como economia solidária. De acordo com o Ministério do Trabalho Brasileiro:

“Economia Solidária é um jeito diferente de produzir, vender, comprar e trocar o que é preciso para viver. Sem explorar os outros, sem querer levar vantagem, sem destruir o ambiente. Cooperando, fortalecendo o grupo, cada um pensando no bem de todos e no próprio bem. Compreende uma diversidade de práticas como vender, comprar e trocar o que é preciso para viver sem explorar os outros, sem querer levar vantagem, sem destruir o ambiente. Compreendendo uma diversidade de práticas econômicas e sociais organizadas sob a forma de cooperativas, associações, clubes de troca, empresas autogestionárias, redes de cooperação, entre outras, que realizam atividades de produção de bens, prestação de serviços, finanças solidárias, trocas, comércio justo e consumo solidário.”

A origem da Economia Solidária remonta a crise inglesa de 1815, gerada pela Revolução Francesa e que estimulou a criação das primeiras cooperativas (Paul Singer, 2002), tendo portanto, um foco no acesso ao trabalho de forma justa. Como se baseia na solidariedade e confiança entre os membros, esse modo de produção tem como característica o desenvolvimento de pequenas comunidades, alcançando escala pela réplica e surgimento de cada vez mais empresas solidárias.

De certa forma, a economia solidária tem mais pontos em comum com os negócios sociais do que se pode imaginar em uma primeira análise, já que sua existência também está intimamente ligada ao impacto social e melhoria da qualidade de vida das populações da base da pirâmide.

Já no segundo setor, tem se percebido mudanças em busca de um modelo mais sustentável de se fazer negócios. Por conta de pressões sociais, regulatórias e da própria percepção de que um modelo insustentável não vai sobreviver por muito tempo, cada vez mais organizações tem procurado estar em harmonia com a comunidade de seu entorno.

As formas de buscar esse equilíbrio para evitar níveis ainda maiores de desigualdade social, catástrofes naturais e destruição ambiental são muitas e têm evoluído dia após dia. Até os anos 80, as empresas tinham, no máximo, a preocupação em cumprir a regulamentação exigida.

A partir dessa década, com diversos movimentos como o Relatório de Brundtland, que deu diversas diretrizes para o desenvolvimento sustentável e o Protocolo de Quioto, tratado internacional sobre práticas sustentáveis, o conceito de responsabilidade social corporativa (RSC) se espalhou e passou a se tornar uma realidade para diversas empresas.

Muhamad Yunus (2010) divide essas ações em fracas (aquelas que são reativas, se preocupam em não causar danos à sociedade) e fortes, que são ativas e buscam conscientemente um equilíbrio entre metas sociais, ambientais e financeiras em uma empresa.

Hoje, a Responsabilidade Social Corporativa, embora entendida de diferentes formas, é preocupação da maioria das grandes empresas e uma preocupação primária dos negócios sociais.

2.5. Definindo Negócios Sociais

Desde meados dos anos 80, as empresas vêm buscando caminhos para reduzir seu impacto ambiental e ajudar a sociedade, através de princípios de responsabilidade social corporativa, sustentabilidade ou de negócios co-empresendidos com a base da pirâmide.

Basicamente, o que a gente observa é uma mescla de todas as abordagens citadas acima. Ao mesmo tempo que o terceiro setor está buscando formas de se tornar mais eficiente e auto-sustentável, utilizando mecanismos de mercado, podemos perceber empresas privadas com abordagens mais sociais.

Mesmo com todo o desenvolvimento dessas abordagens e de conceitos ligados aos negócios sociais, pode-se perceber que ainda não existe uma definição de negócio social consolidada e esta se confunde, de uma forma ou de outra, com vários conceitos apresentados como podemos ver na tabela 2.

Tabela 2: Definições de Negócios Sociais pelas Principais Organizações do Setor

Nomenclatura	Autor	Definição
Negócios Sociais	Artemísia	Iniciativas economicamente rentáveis que por meio da sua atividade principal oferecem soluções para problemas sociais e/ou ambientais, utilizando mecanismos de mercado
Negócios Sociais	Ashoka	Negócio que utiliza mecanismos de mercado para oferecer maiores benefícios a setores da sociedade que hoje estão excluídos. O negócio social é um meio e não um fim em si mesmo
Negócios Sociais	Grameen Bank	Negócios que visam à solução de um problema social, capazes de gerar receita para cobrir 100% de seus custos, e que não permitem a distribuição de lucros para seus investidores.
Negócios Inclusivos	Avina	Iniciativas economicamente rentáveis que usam mecanismos de mercado para melhorar a qualidade de vida das pessoas de baixa renda, permitindo sua participação na cadeia de valor ou seu acesso a serviços básicos essenciais de melhor qualidade ou a menor preço
Negócios Inclusivos	PNUD	Negócios que envolvem os pobres no processo de desenvolvimento econômico no âmbito da demanda, como clientes e consumidores, e no âmbito da oferta, como empregados, produtores e donos de negócio, em vários pontos da cadeia de valor.

Fonte: Artemísia, 2010

Esse tipo de indefinição é compreensível, já que este é um campo de estudo muito recente e ainda está em construção. Para este estudo especificamente, negócios sociais serão entendidos como organizações com modelos de negócios sustentáveis financeiramente e que buscam

desenvolver soluções de mercado para a base da pirâmide, como a comercialização de produtos e serviços, para superar problemas sociais e ambientais ou incluindo o público alvo beneficiário na cadeia de produção como um todo.

Características legais e jurídicas, formas de distribuição de lucros e quantidade ou qualidade do impacto social gerado não vão ser entendidos como critérios para a classificação das iniciativas que serão analisadas no estudo.

2.6. Investimento de Impacto

Como estamos falando de um campo em construção, a abordagem de investimentos no setor pode impulsionar o desenvolvimento do ecossistema de negócios sociais.

Dentro dessa perspectiva, nos últimos anos cada vez mais investidores tem se concentrado em um novo tipo de ativo: investimentos de impacto. Esses "investidores de impacto" tem sido motivados pela visão de que o capital investido pode ser utilizado para gerar mudanças sociais e ambientais positivas. (J.P. Morgan, 2010)

Até pouco tempo atrás, esses investidores agiam de maneira independente nos principais mercados financeiros, apoiando negócios sociais escolhidos de forma arbitrária. Com o aumento da preocupação de que os governos não conseguem mais atender as necessidades sociais, o investimento em negócios com propósito social e ambiental tem aumentado.

Parte da razão que faz o investimento de impacto ser um conceito tão inovador é que ele desafia a natureza tradicionalmente binária de alocação de capital. Por convenção, o capital tem sido tradicionalmente atribuído aos investimentos projetados para otimizar retorno ajustado ao risco financeiro (sem consideração deliberada de resultados sociais), ou para doações destinadas a otimizar impacto social (sem expectativa de retorno financeiro).

Reconhecendo que as doações de caridade nunca vão atingir a escala necessária para enfrentar os problemas do mundo e que os princípios e práticas de negócio podem liberar a criatividade e escala na prestação de serviços básicos e resolver problemas ambientais, o investimento de impacto

introduz um novo tipo de capital, fruto da mescla das motivações dos investimentos tradicionais e doações. (Monitor Institute, 2010)

Essa nova forma de investimento se diferencia dos modelos mais tradicionais pela sua essência. Apesar de, na prática diária, ter muitos aspectos similares, como a avaliação da robustez do modelo de negócios, o encaixe da empresa em sua tese de investimento é, principalmente, a qualidade e a capacidade dos empreendedores e de suas equipes. A grande diferença é que os fundos de investimentos de impacto precisam mensurar e avaliar o impacto social que as empresas vão proporcionar.

Assim, é necessário chegar à definição de investimentos de impacto e caracterizar os participantes do mercado, bem como a infraestrutura disponível e alcance para esse setor para trabalhar melhor os próprios investimentos relacionados a negócios sociais.

3. INVESTIMENTO DE IMPACTO

3.1. Identificando investimentos de impacto

Os investimentos de impacto são investimentos destinados a criar benefícios sociais além do retorno financeiro. Embora não exista uma definição exata, pode-se considerá-los como investimentos realizados com a intenção primária de se gerar impactos positivos mensuráveis com o potencial para algum resultado financeiro advindo desse ato. (Credit Suisse, 2012)

De forma simplificada, o investimento de impacto é o dinheiro de fundos de capital de risco alocado em negócios sociais para alavancar o seu desenvolvimento e agir como um catalisador, acelerando processos operacionais internos e favorecendo o sucesso desses empreendimentos de maneira mais rápida.

As organizações de investimento de impacto, apesar de ter uma abordagem idealista, já apresentam resultados no mundo inteiro. Já são mais de 100 fundos em atividade, movimentando US\$400 bilhões e com previsão de alcançar a marca de US\$1 trilhão nos próximos 10 anos. (J.P. Morgan, 2010)

Os negócios que recebem investimentos devem ser concebidos com a intenção de gerar impacto positivo social ou ambiental, e isso deve ser explicitamente especificado nos documentos legais da empresa. Para muitos investimentos, o impacto previsto é comumente focado em populações carentes, embora iniciativas ambientais também existam.

Dessa forma, o impacto social passa a não ser uma "externalidade" propiciada pelas ações da organização ou o sucesso de atividades de RSC. O impacto positivo passa a ser o objetivo do negócio, sendo mensurado e buscado ativamente pelos gestores e resultado da empresa.

Esse impacto será criado por meio das operações comerciais e processos utilizados na empresa em questão, dos produtos e serviços que produz ou do público alvo do negócio. Um investidor que começa a analisar os investimentos de impacto irá imediatamente notar que as oportunidades abrangem diversos setores, objetivos e regiões geográficas.

A fim de gerenciar uma carteira de investimentos, alguns investidores irão limitar seu alcance para determinados setores, objetivos, estruturas ou regiões.

Existem duas dimensões que podem caracterizar cada investimento: em qual setor ele irá operar, por exemplo, saúde, educação, habitação, e se será concebido com a intenção para abordar um ou mais objetivos de impacto, por exemplo, mitigar a mudança climática ou melhorar o bem-estar básico para as pessoas em necessidade.

Tabela 3: Setores e Oportunidades para Negócios Sociais

Necessidades Básicas	Serviços Básicos
Agricultura	Educação
Acesso à Água	Saúde
Moradia	Energia
	Serviços Financeiros

Fonte: Adaptado de J.P. Morgan (2010)

Em alguns casos, o objetivo de um investidor de impacto pode ser fortemente correlacionada com o setor empresarial em que atua. Em outros casos, a relação entre o setor e objetivo de impacto pode ser mais complicada. Por exemplo, um investidor cujo objetivo é ajudar as populações incluídas na BP a aumentar sua renda, pode investir em negócios de serviços de saúde que gera emprego e renda na comunidade onde atua. (J.P. Morgan)

Esta caracterização bidimensional serve para descrever a paisagem de setores de negócios e objetivos de impacto potencial, mas não é nem exaustiva e nem exclusiva. Um investimento não precisa necessariamente cair em apenas uma categoria dentro dos setores de atividade ou objetivos de impacto.

Abordando os meios de se chegar aos impactos propriamente ditos, as empresas podem prosseguir os objetivos acima por dois meios, que categorizamos essencialmente em processos ou produtos. Dentro de processos, por exemplo, uma empresa pode ter o propósito de contratar funcionários de um grupo pertencente à Base da Pirâmide. Dentro de produtos, uma empresa produtora de lâmpadas solares, por exemplo, pode emitir o seu impacto social fornecendo acesso de baixo custo à luz por pessoas que atualmente não têm acesso a redes elétricas. (J.P. Morgan, 2011)

Tal como acontece com os objetivos de impacto acima, os meios pelos quais uma empresa proporciona impacto social muitas vezes pode cair em mais de uma. Também podem existir categorias que surjam conforme o desenvolvimento de novos setores e tecnologias sociais se desenvolvam.

3.2. Participantes do Mercado

O "investimento de impacto" pode ser uma terminologia nova, mas a prática de investir em empresas que fornecem soluções para os desafios sociais já existe há bastante tempo.

Por exemplo, segundo a J.P. Morgan (2010) a Commonwealth Development Corporation no Reino Unido, fundada em 1948, já investia em uma forma comercialmente sustentável nos países mais pobres do mundo. Da mesma forma, a International Finance Corporation, criada em 1956, sempre atuou para promover o investimento do setor privado em países emergentes.

Embora não tenham sido identificadas, historicamente, como "os investidores de impacto", a intenção dessas organizações era consistente com essa definição.

Apesar de existir essa noção histórica de organizações que realizavam investimentos em negócios com propósito, o conceito de investimento de impacto propriamente dito é bastante recente. Há cerca de uma década ele passou a existir de forma deliberada, liderado pelos fundos pioneiros Acumen Fund, Root Capital e Aavishkaar.

Com o amadurecimento do setor, nota-se a proliferação de organizações atuando como:

- a) Fundos de *Venture Capital* (Capital de Risco);
- b) Investidores Anjo;
- c) Fundações Filantrópicas;
- d) Instituições Governamentais de Desenvolvimento Financeiro;
- e) Instituições Financeiras de Grande Porte;
- f) Gestores de Ativos Privados;
- g) Bancos Comerciais;
- h) Gestores de Fundos de Aposentadoria;
- i) Empresas Privadas;

Apesar da diversidade de atores e possibilidades de investimento, hoje as fontes de investimentos de impacto são, em sua maioria, de *venture capital* (também conhecido como capital empreendedor), ou seja, aquele que busca desenvolver pequenas empresas com grande potencial de crescimento focados em países emergentes ou em desenvolvimento.

3.3. Infraestrutura

Um dos principais marcos da criação de uma infraestrutura global para o setor de investimento de impacto foi o lançamento, em setembro de 2009, da Rede Global de Investimento de Impacto (GIIN) para acelerar o desenvolvimento de um impacto efetivo dessa indústria.

O GIIN foi encarregado de desenvolver a infraestrutura crítica, atividades de educação e pesquisas necessárias para aumentar a escala e efetividade de investimento de impacto. O trabalho do GIIN está enraizado nas necessidades identificadas pelos primeiros investidores de impacto e atualmente é composto por quatro principais esforços que mobilizam centenas de investidores e outros participantes do setor no mundo inteiro. (J.P. Morgan, 2010)

- a) Conselho: formado por investidores que conta com a liderança no setor e servem como uma plataforma para a criação e adoção de infraestrutura, incluindo métricas de impacto.
- b) Relatórios de Impacto e Padrões de Investimento (IRIS): é uma linguagem e estrutura para medir o desempenho social dos investimentos de impacto de forma padronizada.
- c) *Outreach*: Destaca os investimentos de impacto com mais sucesso, o progresso da indústria e melhores práticas.
- d) *ImpactBase*: é um banco de dados global de fundos de investimento de impacto, pesquisável através de uma plataforma online.

Ao mesmo tempo que o GIIN foi lançado, o desenvolvimento de um sistema de classificação para os investimentos de impacto chamado Sistema de Avaliação Global de Investimento de Impacto (GIIRS) foi iniciado.

Assim, vemos que mesmo em estado incipiente, uma infra estrutura vai se formando ao redor dos investimentos de impacto, que podem assumir muitas formas, incluindo as estruturas que são comuns em tradicionais mercados financeiros como a de Capital e de dívida, garantias e depósitos. Inclusive, já se tem utilizado algumas abordagens de estruturas de investimento mais inovadoras, como os títulos de impacto social.

Os principais desafios para o setor são as formas de medição do impacto e a falta de uma linguagem comum para descrever suas atividades de investimento e metas de desempenho. Apesar de esse ser um dos principais objetivos da IRIS, na prática a realidade é bem diferente e ainda existem contestações sobre resultados diretos e indiretos dos negócios sociais alavancados por esses investimentos.

Em essência, os investidores de impacto vislumbraram um mercado bem desenvolvido funcionando como os tradicionais mercados de capital, mas com o adicional do propósito, oportunidades de investimento transparentes e dados de desempenho acessíveis, críveis e comparáveis. (J.P. Morgan, 2010)

3.4. Alcance

Uma outra questão importante é o alcance desses fundos de investimento, já que é justamente a acessibilidade e capilaridade deles que irá proporcionar um desenvolvimento mais rápido de negócios sociais ao redor do mundo.

Com o intuito de otimizar suas atuações, muitos investidores e fundos de investimento de impacto escolhem por concentrar seu capital em mercados emergentes. Parte da razão para esta especialização é que há diferenças regionais específicas de como se fazer negócios ou relacionadas a legislação significativas que exigem conhecimentos locais. (J.P. Morgan, 2010)

Outro direcionador de especialização geográfica dos investidores é o seu conjunto de valores. Algumas organizações preferem ajudar os mais pobres do mundo em economias de mercado emergentes como a África, América Latina e Ásia, enquanto outros priorizam seus vizinhos locais em necessidade.

Por exemplo, existem investidores de impacto que apostam no mundo em desenvolvimento, concentrando seus esforços em determinados setores e regiões. Esse é o caso da Vox Capital, que usa desde 2009 o seu capital para impactar positivamente negócios sociais brasileiros. Outros fundos como o Acumen Fund e a Rede Omidyar têm programas que investem ativamente

na redução da pobreza através de inovações de financiamento dirigidas à população de baixa renda na Índia.

Por outro lado, dentro dos mercados desenvolvidos, podemos observar uma especialização regional como no caso da W.K. Kellogg e Fundações Annie E. Casey, que apoiam instituições comunitárias em regiões específicas dos EUA mostrando claramente a sua vocação para apoiar negócios e organizações no seu entorno. Entre os investidores europeus, a Social Finances e Bridges Ventures possuem como mercados-alvo empresas localizadas no Reino Unido. (Bridges Ventures, 2010)

3.5 Retorno Esperado

Como o investimento de impacto ainda é um setor muito recente e que carece de dados e informações significativas sobre os resultados alcançados, temos visto investidores entrarem no mercado com uma grande variedade de expectativas.

Para alguns investidores, o retorno financeiro de negócios sociais deve competir com investimento tradicional. Segundo o estudo do banco J.P. Morgan (2010), os fundos já consolidados têm obtido uma rentabilidade média que oscila entre 8% e 12% ao ano, havendo possibilidade para se alcançar os mesmos ganhos dos investimentos de fundos de venture capital, ou seja, algo como 25% ao ano.

Por outro lado, muitas fundações, incluindo a Rockefeller Foundation e a Bill & Melinda Gates Foundation, priorizam o impacto social sobre o retorno financeiro. Nesses casos, é aceitável que os investimentos entreguem taxas menos competitivas de retorno financeiro em prol de um retorno social.

De qualquer forma, tanto em um caso como no outro, pode-se perceber que as expectativas de impacto social ainda carecem de normas e critérios para avaliar qual é o desempenho não financeiro esperado e aceitável. Hoje, esse critério é subjetivo e segundo estudo da J.P. Morgan (2010), mesmo com o IRIS, os investidores tendem a confiar em seu próprio julgamento e sistemas proprietários para avaliar se um investimento de impacto está obtendo progressos em direção às metas sociais ou não.

Na verdade, apenas 2% dos investidores de impacto pesquisados relataram o uso de um sistema de medição de impacto independente. A grande maioria usa seu próprio sistema de análise ou das empresas que investem. (J.P.Morgan, 2011)

Da mesma forma, sem benchmarks de desempenho médio, os investidores estão limitados na sua capacidade de compreender como o desempenho social de seus investimentos é comparado aos realizados por outros investidores. Dados comparáveis só estarão disponíveis uma vez que métricas de impacto padrão sejam empregadas e utilizadas de fato.

Dada a variedade de retornos financeiros e de expectativas de impacto social, não é surpreendente que o apetite pelo risco também varie. Os maiores investimentos de impacto são feitos em mercados privados, normalmente por meio de *private equity* ou instrumentos de dívida e garantias. As próprias empresas são muitas vezes de pequena escala e podem operar em países emergentes, onde os riscos políticos e do país contribuem para os riscos de sucesso independente da empresa.

4. ESTUDO DE CASO: VOX CAPITAL

À medida que vemos esse sistema de investimento de impacto, com valores sociais e ambientais, ganhar força e espaço, começamos a perceber novos agentes do setor surgindo. Eles adotam estruturas de trabalho semelhantes ao de organizações de *venture capital* ou *private equity*, investindo em empresas com capacidade de crescer e gerar retorno. A principal diferença que vale destacar é a forma de pensar e ideais, já que agora, ao invés de escolher empresas pensando unicamente nos lucros e retorno, se leva em consideração a capacidade de transformação social que vai ser proporcionado à base da pirâmide como principal critério de escolha.

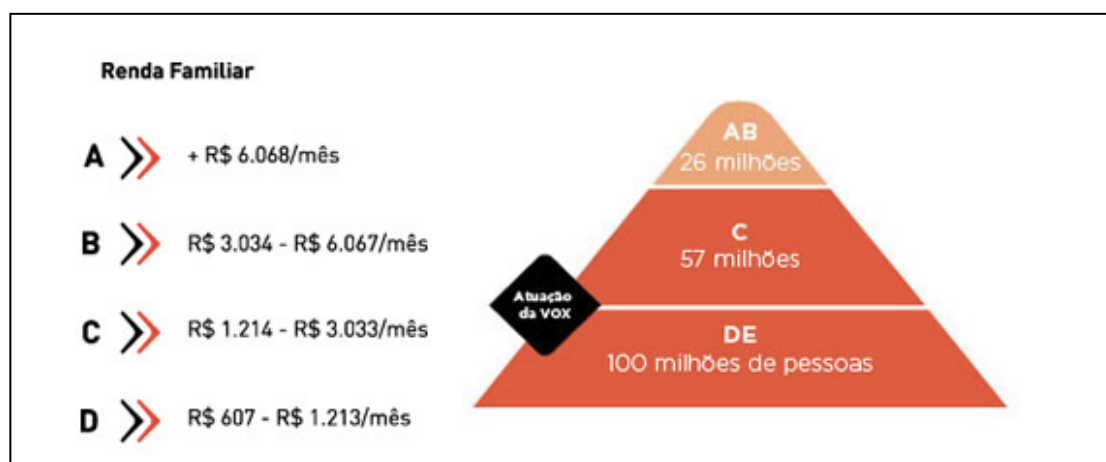
Nesse contexto, Daniel Izzo, Antônio Moraes Neto e Kelly Michel fundaram a Vox Capital, primeiro fundo de *venture capital* brasileiro com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento de um ecossistema de investimento de impacto local. (Vox Capital, 2013)

4.1. Perfil da VOX Capital

A Vox Capital tem como objetivo dar apoio para negócios brasileiros que forneçam soluções para a BP. Sua missão é alavancar o potencial do setor privado, focando em empresas que atuem nas áreas de saúde, educação, serviços financeiros e moradia. (Vox Capital, 2013)

A ideia é aumentar a qualidade de vida das populações de baixa renda, historicamente prejudicadas em um processo de concentração de renda e carência de serviços básicos. Como consequência dos serviços de alta qualidade ou produtos a preços acessíveis das empresas que recebem investimentos da Vox Capital, o fundo de VC pretende mudar a realidade da base da pirâmide brasileira, alavancando o desenvolvimento social e ambiental. A figura 1 mostra esse público alvo, que é composto por pessoas das classes sociais C, D e E, ou seja, pessoas com renda mensal abaixo de R\$3,034 ou 6 salários mínimos do ano da pesquisa, critério estabelecido pela própria VOX.

Figura 1: Público Alvo da VOX Capital



Fonte: Vox Capital (<http://www.voxcapital.com.br/>)

Outro ponto importante é a diferenciação das características da Vox Capital para outros fundos de investimento filantrópicos. Ao ter um direcionamento voltado para o investimento de impacto, a Vox faz exatamente o contrário de casos norte americanos e europeus, onde muitas dessas organizações dão capital a fundo perdido ou sem expectativa de retorno, propiciando doações ao invés do investimento propriamente dito.

“Somos a primeira empresa de capital empreendedor no Brasil trabalhando com o conceito de investimentos de impacto, que investem em empresas que possuem a intenção de causar um impacto social positivo, além do retorno financeiro”, explica Izzo. (Startupeando, 2012)

A equipe da Vox Capital trabalha com empresas em fase inicial de operação em qualquer estado dentro das fronteiras brasileiras. Apesar da abrangência nacional, existe uma preferência por empreendimentos em locais próximos à sede de São Paulo, haja vista a necessidade de interação intensa e freqüente. Em regiões mais afastadas essa interação é menos intensa, demora mais e, em muitos casos, sofre perda do contato pessoal.

4.2. Estrutura Legal e Modelos de Financiamento

Os três fundadores começaram a Vox Capital em 2009 como um veículo de investimento com a estrutura simples de uma holding e um investimento inicial de R\$5 milhões propiciado pela Potencia Ventures, organização internacional que investe em iniciativas que contribuam para o ecossistema de negócios sociais no mundo. Foi escolhida a estrutura legal de uma empresa com fins lucrativos como parte de teoria da mudança.

A organização como holding permite que a Vox aproveite um mercado que não é regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e facilite o processo de investimentos em empresas e de uso de capital de investidores.

Apesar das vantagens, como a estrutura de uma holding, a empresa só tem permissão para atuar com um número limitado de investidores e, até por isso, está em um processo de reestruturação do fundo, a fim de torná-lo um Fundo de Investimento de Participações (FIP). Dessa maneira, quando estruturado, tem previsão de dez anos de vida útil, com R\$60 milhões de investimento em 10 empreendimentos com uma saída esperada dentro de cinco a sete anos. (Dragon, 2012)

Como esses investimentos são decisões estratégicas e que vão determinar o futuro da Vox Capital, existe uma preocupação grande com a legalidade das transações e forma como ocorrem. Por isso, a Vox se protege legalmente por meio de três tipos de compromissos legais: o contrato social, que considera os parceiros e a parceria em si; o acordo de acionistas e o contrato de investimento. (Dragon, 2012)

Basicamente são analisadas questões como um acordo comum entre acionistas, as medidas de controle, as restrições às transferências de ações, compra e venda de opções, bem como cláusulas de não concorrência e acordos sobre arbitragem e resolução de disputas.

Em alguns itens específicos, como no acordo de não concorrência e confidencialidade, se estipula que os empresários das empresas que receberam investimento não tem o direito de criar o mesmo negócio ou um similar nos próximos cinco anos em caso de saída da sociedade. Em relação ao direito de preferência, qualquer acionista que oferece suas ações para venda a um investidor externo está obrigado a oferecer a sua parte em condições iguais a todos os demais acionistas existentes. Só em caso de

recusa por parte dos acionistas, as ações podem ser vendidas para terceiros. (Dragon, 2012)

Outro item relevante e que é pré-requisito para se tornar uma empresa investida pela Vox é a atribuição de um assento no conselho de administração da empresa. Por meio deste assento, a Vox Capital participa ativamente no gerenciamento financeiro e tomada de decisões estratégicas da empresa, além de ter direito de voto sobre as grandes questões operacionais, administrativas e estruturais, facilitando um monitoramento constante do desenvolvimento operacional e financeiro do empreendimento. (Vox Capital, 2011)

Assim, a Vox Capital segue o modelo de financiamento tradicional da indústria de *Venture Capital*, fornecendo capital semente para as empresas de seu portfólio em troca de alguns direitos acordados em contrato. Além do apoio financeiro, a Vox também fornece aconselhamento estratégico e tem uma abordagem “mão na massa”, a fim de apoiar as empresas de investimento em sua atividade operacional. (Vox Capital, 2013)

Esta função de apoio é prestada pela própria equipe do fundo de gestão, bem como por especialistas e líderes de negócios qualificados que participam da rede Vox Capital. Dessa forma, a empresa tem um papel ativo no desenvolvimento das empresas de seu portfólio por meio de participação em reuniões e na tomada de decisões sobre as grandes orientações estratégicas. Essa estrutura permite que as empresas do portfólio se beneficiem de orientações estratégicas e operacionais, apoio jurídico e de gestão, bem como conselhos sobre as vendas, marketing e contratação de pessoal.

Existe ainda a Vox Labs, uma categoria de investimento complementar ao modelo principal da Vox. Essa linha não se compromete com investimentos de capital, mas realiza empréstimos em forma de dívida conversível em pequenas quantidades que variam entre R\$50.000 e R\$200.000. Estas injeções de capital servem para apoiar o empreendimento em sua fase inicial de desenvolvimento e amadurecimento da ideia de negócio. (Vox Capital, 2013)

Por se tratar de investimentos em empresas em estágio muito inicial de operação e não apta a receber o aporte tradicional da Vox, foi realizado

uma parceria com a Aceleradora de Impacto da Artemisia para desenvolvimento das empresas participantes do Vox Labs. Depois de seis a doze meses com o apoio da Aceleradora, a Vox Capital reconsidera o investimento nessas empresas e decide se quer ficar com a dívida conversível ou se está disposta a realizar um investimento de capital. Para este tipo de investimento, por contrato, a Vox tem o direito de preferência. (Vox Capital, 2011)

4.3. Perfil das Empresas Alvo e Portfolio

Em uma entrevista para a Revista Forbes (2012), Daniel Izzo explicou que os gaps mais importantes para a base da pirâmide brasileira são empresas de inteligência de mercado, para dar informações corretas sobre as necessidades e demandas desse segmento; sistemas de distribuição que facilitem o acesso a comunidades remotas e o acesso a recursos financeiros.

Sendo assim, a Vox prospecta empresas das áreas de saúde, educação, geração de emprego e moradia. Ainda existe espaço para empreendimentos que forneçam serviços de microcrédito, distribuição e tecnologia como alvos em potencial. (Vox Capital, 2013)

Além disso, os alvos da Vox Capital são, necessariamente, negócios sociais que geram receitas por meio da venda de produtos ou serviços e que estejam estruturados legalmente como uma sociedade de responsabilidade limitada.

Naturalmente, isso exclui uma parte importante de atores do setor social, já que explicitamente, a Vox não investe em ONGs, OSCIPs, institutos, fundações e nem em projetos de responsabilidade social corporativa, empresas que se preocupam mais com questões ambientais do que sociais. (Vox Capital, 2013)

Apesar de ser contrário ao investimento nessas organizações, o fundo reconhece a importância delas para a sociedade brasileira, mas se posiciona como um veículo para aumentar o reconhecimento para o setor de investimento de impacto.

Outros critérios essenciais para o investimento é o fato de essas empresas estarem em um estágio inicial de desenvolvimento, com produtos

ou serviços prontos destinados para a base da pirâmide. De acordo com o próprio site, a Vox tem a expectativa de que qualquer interessado gere um “profundo impacto social positivo” ao mesmo tempo em que é rentável e gera retorno financeiro significativo ao escalar esse negócio. (Dragon, 2012)

Depois dos primeiros critérios básicos como setor de atuação, estágio de desenvolvimento e propósito social da empresa, a Vox analisa a equipe do empreendimento buscando experiência, motivação e capacidades de líderes que dividam a mesma visão da Vox, que é “mudar o mundo por meio dos negócios”.

Nessa busca, o direcionamento em primeiro lugar é sempre para o empreendedor e em um segundo momento para o modelo de negócio utilizado. Assim, Izzo deixa claro em entrevista para o site Pensando Grande que a Vox prefere um “empreendedor classe A com um plano de negócios classe B do que um empreendedor classe B com um plano de negócios classe A. Quando você tira o negócio do papel e o coloca na rua ele precisará de adaptação, não existe planilha pronta. Por isso precisamos de um empreendedor e uma equipe capazes de fazer as adaptações que o mundo real pedirá.” (Pensando Grande, 2012)

Com quase quatro anos de operação e objetivando as necessidades mais alarmantes citadas por Izzo, o fundo já investiu em seis empresas. O primeiro investimento foi estratégico, pois ele ajuda a VOX a avaliar os demais, que é a Plano CDE; uma empresa de pesquisa de mercado, consultoria e treinamento sobre base da pirâmide. Além dessa, a Balcão de Empregos, empresa para alocação de oportunidades de empregos para a BP, já oferece mais de 60.000 oportunidades e a Bille Empreendimentos Imobiliários tem previsão de construir mais de 1300 casas para famílias de baixa renda nos próximos anos. Outras empresas que receberam investimento foram a CDI Ventures, rede para fomento e distribuição de produtos e serviços para mais de 5000 lan houses pelo Brasil, a Saútil, que fornece informações sobre sistemas de saúde locais e o Banco Pérola, organização de microcrédito localizada em Sorocaba. (Forbes, 2012)

Até agora, dessas seis empresas, três receberam investimentos de capital e três estão participando da Vox Labs e receberam dívida conversível como investimento. Por meio do investimento como dívida, a Vox Capital

evita passivos em uma fase que ainda não existe certeza se o empreendimento se tornará um parceiro do fundo ou não. Nesse formato as taxas de juros cobradas são muito abaixo das taxas de mercado, facilitando a adesão por parte das empresas até o momento em que, eventualmente, se toma a decisão de investimento de capital.

4.4. Prospecção, Critérios de Escolha e Acompanhamento

Apesar de ter um canal aberto em seu site para acesso direto de interessados, a Vox chega até grande parte dos negócios sociais por meio de parcerias estratégicas. Essas parcerias são responsáveis por indicações e encaminhamento de negócios sociais com o perfil exigido pela Vox.

Por meio de contatos com organizações que trabalham diretamente com empreendedorismo de impacto como a Artemísia, Endevor e outros fundos de investimento, a Vox consegue receber centenas de indicações e inscrições de negócios ao longo de um ano. Além disso, a participação em eventos ajuda na busca direta por novos negócios para integrar o portfólio da Vox.

O processo de prospecção e captação dessas empresas não é simples. Em média, a cada cem empresas avaliadas, é escolhida uma para investimento. Para realizar essa escolha das empresas que vão fazer parte de seu portfólio, a Vox Capital realiza avaliações qualitativas e quantitativas em todo o seu processo. (Startupeando, 2012)

Qualitativamente é feita uma análise para identificar se os produtos e serviços têm o potencial de gerar uma mudança sistêmica para a base da pirâmide brasileira nas áreas de habitação, educação, saúde e geração de empregos. Quantitativamente, se observa o potencial de escalar o negócio, a fim de atingir o maior número de pessoas possível.

Esse processo de avaliação da empresa começa com uma triagem, que é similar à abordagem tradicional do mercado de *Venture Capital*. Primeiro, a Vox Capital faz uma seleção prévia para filtrar empreendimentos que possam ser de interesse e se enquadrem aos padrões estabelecidos e em uma segunda etapa, os riscos e informações da empresa são rastreados

mais minuciosamente dando os insumos necessários para uma tomada de decisão se a empresa passa ou não pela triagem. (Dragon, 2012)

Além da triagem, a decisão de investimento é tomada com base em quatro critérios. Primeiro, a Vox avalia a equipe de gestão em termos de habilidades e experiência. O segundo critério é o modelo de negócios da empresa interessada. Além disso, o terceiro critério valida o posicionamento da empresa, o tamanho do mercado, crescimento e seu potencial. O último critério avalia a geração de impacto social e ambiental positivo. (Dragon, 2012)

Essa decisão de investimento geralmente não leva em consideração a história financeira do empreendimento, já que nesse estágio de desenvolvimento raramente existe algum indício preciso de que o negócio vai dar certo ou errado.

Um ponto importante a se destacar é a diferença entre os critérios de escolha das empresas que receberão investimento de capital e as empresas que receberão o investimento Vox Labs. Para o segundo, a avaliação é menos complexa e demorada, pois nesses casos ainda não existe um modelo de negócio operacional, apenas uma ideia de negócio promissora. Portanto, o critério de decisão é no potencial da ideia do candidato. O Vox Labs é considerado como uma primeira fase antes da empresa se tornar uma empresa da carteira da Vox Capital.

Para garantir o sucesso dessas poucas empresas que passam pelo funil, a Vox Capital geralmente interage em uma base semanal com as empresas da sua carteira. Além disso, há uma reunião do conselho formal de cada mês, a fim de discutir o progresso do empreendimento e as questões gerenciais. Este encontro serve para monitorar o que havia sido previsto contra o desempenho real da empresa.

Essa interação serve como forma de monitoramento e controle dos empreendimentos, que sofrem uma análise detalhada de seu desempenho em termos de critérios financeiros comuns e de aplicação da IRIS, um conjunto de métricas desenvolvidas pela Rede Global Impact Investing (GIIN) para avaliar o desempenho de uma organização social, ambiental e financeira. (Dragon, 2012)

Além disso, cada membro da Vox tem capacidade de levar até dois programas estratégicos para a empresa investida ao longo do ano. Desta forma, a Vox Capital, atua mais como um consultor do que como um supervisor apenas, ajudando os empreendimentos em projetos específicos.

5. CONCLUSÃO

O objetivo dessa monografia é analisar o surgimento do setor de investimento de impacto, explorando sua abordagem em um estudo de caso brasileiro.

Enquanto os estudos do Monitor Institute (2009), da Bridges Ventures (2010), do J.P. Morgan (2010 e 2011) e do Credit Suisse (2012) mostram um desenvolvimento gradativo, com o surgimento de mais de 100 fundos de investimento de impacto social no mundo, pode-se perceber a corroboração desses dados aqui no Brasil em reportagens da Isto É Dinheiro (2011), da Startupeando (2012), da Pensando Grande (2012) e da Forbes (2012).

Todos esses indícios mostram que o campo de *impact investing* já é uma realidade mundial. Apesar de ser um setor ainda incipiente e com bastante espaço para desenvolvimento, podendo-se notar números consistentes, já que o mercado movimenta cerca de 400 bilhões de dólares por ano, propiciando um retorno financeiro de US\$183 bilhões para essas organizações que possuem portfólios com negócios sociais que têm retorno médio de 12% a 15%. (J.P. Morgan, 2010)

Como todo processo de desenvolvimento, esse caminho vem amadurecendo durante as últimas de quatro décadas, desde as primeiras iniciativas sociais e abordagens de Yunus (1999) até o fortalecimento atual do conceito de negócios sociais e investimento com propósito.

Na tabela 4 podemos ver uma avaliação da relação de impacto social e lucro das principais organizações que podem receber investimentos.

Tabela 4: Avaliação dos Modelos de Negócios

Modelo	Impacto Social	Lucro	Integração entre Lucro e Impacto
ONGs	É o foco da organização	Não há	Não há
Economia Solidária	É o foco da organização	Não há lucro, mas sim auto-suficiência econômica, como uma alternativa à	Baixa. O impacto social pode ser gerado por trocas ou aumento de poder aquisitivo em

		economia de mercado	moeda alternativa.
ONGs com geração de renda	É o foco da organização	Baixo, na maioria das vezes não cobre os custos de operação.	Baixa. A atividade que gera lucro não é a mesma que causa o impacto social.
Empresa social européia	É o foco da organização	Médio, e depende da organização. Doações fazem parte do modelo	Média. Algumas atividades geram lucro e impacto social ao mesmo tempo
Empresas Tradicionais	Baixo a médio, limitado a algumas áreas e focos, nem sempre de acordo com as necessidades da população.	É o foco da organização	Não há
RSC	Médio, em alguns casos maior que em outros.	É o foco da organização	Baixa. A atividade principal da empresa não é a mesma atividade que gera impacto social
Empresas para a Base da Pirâmide	É o foco da organização	É o foco da organização	Média. Há conflitos de interesses entre estratégias que maximizam o impacto, e estratégias que são lucrativas
Negócios sociais e inclusivos	É o foco da organização	Alto. É essencial para o funcionamento da organização	Alta. A mesma atividade gera lucro e impacto social vendendo um produto/serviço aos pobres, ou os incluindo na cadeia produtiva

Fonte: BASSO, 2010

Como se pode ver na tabela 4, todo o capital investido em iniciativas com foco unicamente social precisa ser repostado periodicamente, dado que essas organizações não possuem fontes de receitas e dependem desses investimentos, aportes ou doações para continuarem suas operações. Por

outro lado, todo o dinheiro colocado em empresas com foco unilateral no lucro, não gera impacto social positivo.

Nesse sentido, o investimento de impacto, focado em negócios sociais não enfrenta esse problema. Em todos os casos, a atividade que gera impacto social é a mesma que traz recursos para a organização, tornando o modelo muito mais simples, eficiente, e com possibilidade de aumentar em escala.

No Brasil, a VOX Capital mostra que é possível replicar esse modelo de resultados financeiros e propósito. Apresentando em poucos anos de atuação um portfólio com seis negócios sociais, mais de 5 milhões de reais investidos e meta de R\$60 milhões para os próximos anos.

Assim o investimento de impacto se coloca como uma excelente opção para todos os envolvidos com o campo de investimentos, desde os fundos de venture capital até investidores anjo e pessoas físicas interessadas em utilizar seu capital de maneira diferente das tradicionais.

6. REFERÊNCIAS

ARTEMÍSIA. **Introdução ao Universo dos Negócios Sociais**. 2010. Disponível em < <http://www.artemisia.org.br/pdf/introducao-ao-universo-de-negocios-sociais.pdf>>. Acesso em 15/01/2013.

ASHOKA. **Perfil dos Empreendedores Sociais da Ashoka**. Disponível em <<http://www.ashoka.org.br/empreendedor-social/quem-e/>> Acesso em 23/01/2013.

BASSO. D. **Negócios Sociais e Inclusivos: O Nascimento de um Novo Setor na Economia Global**. 2010.

BRIDGES VENTURES. **Investing for Impact – Case Study Across Asset Classes**. 2010.

CAMPANHOLO. T.; FONTES. G. e SILVA. A. **A Riqueza na Base da Pirâmide – Inclusão Social pelo Consumo e Criação de Novos Mercados**. 2010. Revista da Católica, Uberlândia, v. 2, n. 3, p. 6-20, 2010 – Disponível em <catolicaonline.com.br/revistadacatolica>. Acesso em 12/01/2013.

COTERA. A.; ORTIZ, H. **Comércio Justo**. In: CATTANI, A. D. et al. (coord.) **Dicionário Internacional da Outra Economia**. Coimbra: Almedina, 2009.

CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE. **Investing for Impact – How Entrepreneurship is Redefining the Meaning of Return**. 2012.

CRUTCHFIELD. L.; GRANT. H. **Forces for Good: The Six Practices of High-Impact Nonprofits**. San Francisco: Jossey-Bass, 2008.

DRAGON. K. **Funding Social Sector Activity in Brazil: A Case Study Analysis of Agency Risk Incidence and Mitigation**. 2012.

FORBES. **Daniel Izzo on Brazil's First Impact Investing Venture Capital Firm.** 2012. Disponível em <

<http://www.forbes.com/sites/rahimkanani/2012/04/07/daniel-izzo-on-brazils-first-impact-investing-venture-capital-firm/> > Acesso em 15/02/2013

GUTIERREZ. R. **Bringing low income consumers to the market in Colombia: home improvements that make a difference.** Global Urban Development Magazine, v4, issue 2, november 2008. Disponível em <<http://www.globalurban.org/GUDMag08Vol4Iss2/Gutierrez.htm>> Acesso em 06/01/2013

HART, Stuart L. **Capitalismo na encruzilhada.** Porto Alegre: Bookman, 2006

HARTIGAN, P.; ELKINGTON. J. **Empreendedores Sociais.** Ed. Campus. 2008.

ISTO É: DINHEIRO. **Solidariedade Lucrativa.** 2011. Disponível em <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/61202_SOLIDARIEDADE+LUCRATIVA> Acesso em 08/01/2013

J.P. MORGAN. **Impact Investments: An Emerging Asset Class.** 2010.

J.P. MORGAN. **Insight into the Impact Investment Market.** 2011.

MCKINSEY & COMPANY; ASHOKA. **Empreendimentos Sociais Sustentáveis: Como Elaborar Planos de Negócios para Organizações Sociais.** Editora Fundação Petrópolis. 2001.

MINISTÉRIO DO TRABALHO E DO EMPREGO. **A Economia Solidária.** Disponível em <http://www.mte.gov.br/ecosolidaria/ecosolidaria_default.asp> Acesso em 12/01/2013.

MONITOR INSTITUTE. **Investing for Social and Environmental Impact**. 2009.

NOVOGRATZ. J. **The Blue Sweater**. Ed. Rodale. 2009.

OMS. **Relatório - Riscos Para a Saúde dos Jovens**. 2011. Disponível em <<http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs345/es/index.html> >. Acesso em 10/02/2013.

OMS; UNICEF. **Progress of Sanitation and Drinking Water**. 2010. Disponível em <http://www.who.int/water_sanitation_health/monitoring/fast_facts/en/index.htm > Acesso em 07/02/2013

PENSANDO GRANDE. **Fundo Procura Negócios com Potencial para Melhorar a Vida de Pessoas de Baixa Renda**. 2012. Disponível em <<http://www.pensandogrande.com.br/tag/capital-de-risco/>> Acesso em 27/01/2013.

PRAHALAD, C.K., HART, Stuart. **The fortune at the bottom of the pyramid**. Issue 26, Quarter 1, 2002.

PRAHALAD. C.K. **A Riqueza na Base da Pirâmide**. Ed. Bookman. 2010.

RODRIGUES. I.; BARBIERI. J. **A Emergência da Tecnologia Social: Revisitando o Movimento da Tecnologia Apropriada como Estratégia de Desenvolvimento Sustentável**. 2008. Disponível em <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v42n6/03.pdf> >. Acesso em 23/01/2013.

SEBRAE. **Relatório da Pesquisa Mundial de Comércio Justo**. 2010. Disponível em <[http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/7D291B7A27599E288325798800431E4B/\\$File/NT00047336.pdf](http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/7D291B7A27599E288325798800431E4B/$File/NT00047336.pdf)>. Acesso em 18/12/2012.

SINGER. P. **Introdução à Economia Solidária**. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, 2002.

SISMANIS. E.; HART. S. **The Base of the Pyramid Protocol: Toward Next Generation BoP Strategy**. BoP Protocol, 2008. Disponível em: <<http://www.bop-protocol.org/>> Acesso em 19/01/2013

SOCIAL INVESTMENT ORGANIZATION. **Impact Investing in Canada: A Survey of Assets**. 2010.

STARTUPEANDO. **Daniel Izzo Fala um Pouco sobre Finanças e Startups**. 2012. Disponível em <<http://www.startupeando.com.br/vox-capital-daniel-izzo-fala-um-pouco-sobre-financas-em-startups>> Acesso em 12/01/2013

UNDP. **Criando Valores para Todos: Estratégia para Fazer Negócios com os Pobres**. 2008. Disponível em <http://growinginclusivemarkets.org/media/report/full_report_portuguese.pdf>. Acesso em 04/01/2013.

UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT. **A Framework for Action: Social Enterprise and Impact Investing**. 2012.

VOX CAPITAL. **Tese de Investimento**. 2011. Disponível em <<http://www.slideshare.net/aemoraesneto/vox-capital-pares-empresendimentos-30082012>> Acesso em 12/01/2013.

VOX CAPITAL. **Pares Empreendimentos e Participações**. 2012. Disponível em <<http://www.slideshare.net/VitorAsseituno/vox-capital-tese-de-investimento-empresendersade>> Acesso em 12/01/2013.

VOX CAPITAL. **Site**. 2013. Disponível em < <http://www.voxcapital.com.br/>> Acesso em 17/01/2013.

YUNUS. M. **Banker to the poor**. New York: PublicAffairs. 1999.

YUNUS, Muhamad. **Discurso Prêmio Nobel da Paz 2006**. Disponível em: <
[http://nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-lecture-](http://nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-lecture-en.html)
[en.html](http://nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-lecture-en.html)> Acesso em 16/01/2013.

YUNUS. M. **Criando um Negócio Social**. Ed. Campus. 2010.